

2025H1 经营业绩高增 高端市场持续突破

2024 年 07 月 15 日

➤ **事件概述:** 公司发布 2025H1 半年度业绩预告: 预计 2025H1 实现归母净利润为 27.0 亿元到 32.0 亿元, 同比+66.2%~97.0%; 2025H1 扣非归母净利润为 22.3 亿元到 27.3 亿元, 同比+55.1%~89.9%。按业绩预告中值计算, 2025Q2 归母净利润 21.9 亿元, 同比+56.0%, 环比+188.9%。

➤ **经营业绩高增 单车净利润提升。** 预计 2025H1 实现归母净利润为 27.0 亿元到 32.0 亿元, 同比+66.2%~97.0%; 对应 2025H1 单车归母净利润为 1.5 万元, 同比提升约 0.8 万元。销量方面, 2025H1 年批发 15.2 万辆, 同比-18.3%; 其中 2025Q2 批发 10.7 万辆, 同比+6.5%, 环比+135.8%。2025Q2, M5 交付 1.4 万辆, 占比 12.8%, 同比-1.0pct; M7 交付 1.3 万辆, 占比 11.8%, 同比-25.7pct; M9 交付 3.9 万辆, 占比 36.7%, 同比-12.0pct; M8 交付 4.1 万辆, 占比 38.7%。我们认为, 2025H1 同比下降主要源于产品迭代空窗期引发消费者延迟购买, 2025Q2 同环比增长归因于问界 M8 上市后预售订单在 Q2 集中交付释放销量。中高端市场韧性较强, M8/M9 份额强势形成共振, 品牌向上突破。

➤ **问界 M8 切入 40 万级高端市场, 智能化优势成为核心竞争力。** 问界 M8 系列分为 Max、Max+、Ultra 三种增程版配置, 均提供大五座和享六座两种座椅布局选项, 售价 35.98-44.98 万元。新车上市 13 天大定超 6 万辆, 38 天订单破 12 万辆, 2025Q2 问界 M8 批发销量 4.1 万辆。我们认为, M8 精准卡位家庭高端结构性增量市场, 有望在 35-45 万中大型 SUV 市场持续渗透, 成为问界品牌销量增长新引擎。

➤ **港股 IPO 深入全球化战略, 技术创新+产品升级扩容国际高端市场。** 4 月 28 日, 公司向港交所递交 H 股上市申请, 此次上市募集资金拟用于: 1) 新能源车型研发, 加强海外车型的研发适配; 2) 提高魔方平台、智能座舱、辅助驾驶、动力系统等核心技术创新能力, 实现“研发-生产-服务”的全面渗透; 3) 增加线上营销渠道, 扩张海外销售渠道及交付能力, 建立超能充电站网络; 4) 补充营运资金及一般公司用途。我们认为, 港股 IPO 旨在深化公司全球化战略, 将打开公司新增长空间, 强化技术护城河与产能扩张, 加速高端品牌国际化本地化落地。

➤ **投资建议:** M8/M9 形成共振, 超级工厂产能支撑交付放量, 机器人业务布局具身智能, 港股 IPO 落地加速全球化战略深入布局, 有望构建公司业绩新增长曲线。预计 2025-2027 年营业收入为 1,788.9/2,289.4/2,593.5 亿元, 归母净利润为 105.1/143.6/151.4 亿元, 对应 2025 年 7 月 14 日收盘价 130.03 元/股, PE 为 20/15/14 倍, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 车市下行风险; 新车销量不及预期; 盈利能力不及预期; 全球化进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	145,176	178,888	228,938	259,353
增长率 (%)	305.0	23.2	28.0	13.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	5,946	10,512	14,359	15,140
增长率 (%)	342.7	76.8	36.6	5.4
每股收益 (元)	3.64	6.44	8.79	9.27
PE	36	20	15	14
PB	17.3	7.4	5.4	4.3

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 7 月 14 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

130.03 元



分析师 崔琰

执业证书: S0100523110002

邮箱: cuiyan@mszq.com

分析师 乔木

执业证书: S0100524100002

邮箱: qiaomu@mszq.com

相关研究

1. 乘用车整车行业 2025 年中期投资策略:

政策促需 高端加速 智能升维-2025/06/17

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	145,176	178,888	228,938	259,353
营业成本	107,210	131,928	167,077	191,346
营业税金及附加	3,888	4,830	6,181	6,484
销售费用	19,184	21,467	27,473	31,122
管理费用	3,547	4,472	5,723	6,484
研发费用	5,586	7,156	9,158	10,374
EBIT	6,302	11,669	16,697	17,361
财务费用	-295	-262	-630	-1,001
资产减值损失	-2,177	-825	-1,044	-1,196
投资收益	10	18	23	26
营业利润	4,942	11,133	16,317	17,205
营业外收支	9	50	0	0
利润总额	4,951	11,183	16,317	17,205
所得税	211	671	1,958	2,065
净利润	4,740	10,512	14,359	15,140
归属于母公司净利润	5,946	10,512	14,359	15,140
EBITDA	10,676	16,071	21,147	21,777

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	45,955	87,931	118,855	142,914
应收账款及票据	2,362	4,919	6,296	7,132
预付款项	994	1,319	1,671	1,913
存货	2,552	4,672	5,917	6,777
其他流动资产	14,134	8,213	9,158	9,733
流动资产合计	65,998	107,055	141,897	168,470
长期股权投资	1,979	1,979	1,979	1,979
固定资产	9,256	9,327	9,374	9,406
无形资产	9,276	9,276	9,276	9,276
非流动资产合计	28,366	26,029	25,987	26,024
资产合计	94,364	133,083	167,884	194,494
短期借款	0	2,502	2,502	2,502
应付账款及票据	68,451	80,623	102,102	116,934
其他流动负债	7,813	11,519	14,165	15,837
流动负债合计	76,265	94,644	118,770	135,273
长期借款	687	4,432	4,432	4,432
其他长期负债	5,507	5,477	5,477	5,477
非流动负债合计	6,194	9,909	9,909	9,909
负债合计	82,458	104,553	128,679	145,182
股本	1,510	1,633	1,633	1,633
少数股东权益	-359	-359	-359	-359
股东权益合计	11,906	28,530	39,205	49,312
负债和股东权益合计	94,364	133,083	167,884	194,494

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	305.04	23.22	27.98	13.28
EBIT 增长率	208.06	85.16	43.09	3.97
净利润增长率	342.72	76.80	36.59	5.44
盈利能力 (%)				
毛利率	26.15	26.25	27.02	26.22
净利率	4.10	5.88	6.27	5.84
总资产收益率 ROA	6.30	7.90	8.55	7.78
净资产收益率 ROE	48.48	36.39	36.29	30.48
偿债能力				
流动比率	0.87	1.13	1.19	1.25
速动比率	0.70	1.01	1.08	1.14
现金比率	0.60	0.93	1.00	1.06
资产负债率 (%)	87.38	78.56	76.65	74.65
经营效率				
应收账款周转天数	5.96	7.33	8.82	9.32
存货周转天数	10.21	9.86	11.41	11.94
总资产周转率	1.99	1.57	1.52	1.43
每股指标 (元)				
每股收益	3.64	6.44	8.79	9.27
每股净资产	7.51	17.69	24.22	30.41
每股经营现金流	13.78	16.91	24.13	20.77
每股股利	1.30	2.26	3.08	3.25
估值分析				
PE	36	20	15	14
PB	17.3	7.4	5.4	4.3
EV/EBITDA	16.62	11.04	8.39	8.15
股息收益率 (%)	1.00	1.73	2.37	2.50

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	4,740	10,512	14,359	15,140
折旧和摊销	4,374	4,402	4,450	4,416
营运资金变动	11,862	11,448	19,100	12,722
经营活动现金流	22,515	27,625	39,407	33,933
资本开支	-6,989	-4,113	-4,048	-4,092
投资	-10,348	3,817	0	0
投资活动现金流	-16,509	1,844	-4,025	-4,066
股权募资	1,523	8,164	0	0
债务募资	-2,274	6,912	0	0
筹资活动现金流	-4,167	12,506	-4,459	-5,807
现金净流量	1,854	41,975	30,924	24,060

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048